

浅析经济危机环境下的房地产企业融资

——以万科为例

■ 王研 北京建筑工程学院管理科学与工程系

■ 李培寅 厦门大学管理学院会计系

中图分类号: F124

文献标识: A

文章编号: 1006-7833(2009) 08-173-02

摘 要 房地产行业是一个资金高度密集型行业,其融资能力直接关系到企业的生存与发展,本文在经济危机的背景下,以中国房地产行业的龙头企业万科为例,分析其资本结构与融资能力。

关键词 资本结构 债务融资 权益融资

中国房地产业在经历了几年的辉煌之后,基于种种原因,不可避免地发生了行业回归,迎来了2008年房地产业的寒冬。国家统计局公布的数据显示,2008年各季度住房成交面积的同比变动幅度依次为-0.3%、-10.8%、-27.2%和-25.3%,成交金额的同比变动幅度依次为5.2%、-4.9%、-33.9%和-26.0%,调整呈现渐次深入的态势。2008年全国商品住宅的成交面积和成交金额分别下降了20.3%和20.1%,这在中国房地产行业近十多年来尚属首次。2008年的这种深刻调整,一方面源自2007年行业过热后必将出现的理性回归,另一方面源自全球金融危机的波及。那么,在这种经济危机的背景下,房地产企业的融资能力对于优化资本结构、维持资金链条、抵御风险就显得愈加重要。

一、万科的资本结构现状分析

在通常情况下,企业的资本结构由长期债务资本和权益资本构成。资本结构指的就是长期债务资本和权益资本各占多大比例。对资本结构的合理性分析,可以评估一个企业财力是否雄厚,是否能承担各种经营上或财务上的风险,是否具有继续举债的能力。房地产业是一个资金高度密集型行业,开发一个房地产项目需要大量的资金,如果不能获得充足的资金支持,房地产开发将寸步难行。同时,房地产融资方式的选择,也直接影响融资成本、开发风险与效益。因此,多元化的房地产融资是房地产开发商面临的重大现实问题。下面,笔者计算分析了万科的具体资本构成情况,见表1(保留两位小数):

表 1

资本结构	2008年报	2007年报	2006年报
资产负债率(%)	67.44	66.11	65.04
权益乘数(%)	3.07	2.95	2.86
流动资产/总资产(%)	95.15	95.34	96.68
非流动资产/总资产(%)	4.85	4.66	3.32
带息债务/全部投入资本(%)	50.88	46.04	47.04
流动负债/负债合计(%)	80.27	73.70	67.81
非流动负债/负债合计(%)	19.73	26.30	32.19

从万科历年的资本结构也可以看出其多元化融资政策,即以进一步优化资本结构为基础,将财务风险控制在一定水平的债务融资和较为谨慎的股权融资,以及积极与境外投资者合作的境外融资。万科在资本市场的融资速度是在逐步加快的。万科董事会秘书肖莉2007年曾经提到:“对万科来说融资是一个长期的战略,是未来几年需要不停去做的事情,而其中要考虑的一个核心因素是,我们融资的速度能否跟得上发展的速度。”肖莉称,万科希望借助这个增长势头将资本平台做大,而所有能够使用的融资的工具,都会去进行尝试。郁亮则认为,万科在资本市场的融资速度还有待加快。然而,虽然万科早在2007年就预警过我国的房地产行业在未来不久便会进入调整期,但是2008年的这种大幅波动程度却是万科始料不及的。那么,这种经济严冬下,房地产行业的融资情况有何变化呢?下面我们将以万科的融资能力为例来做进一步的分析。

二、万科的融资能力分析

根据融资优序理论,企业融资来源应首选内部融资,其次债务融资,最后是权益融资,这种基于成本由低到高的融资策略在我国房地产行业的表现却不明显,甚至相背。这与我国的经济整体运行机制不无关系。但是,在2008年的股市一路下滑的形势下,很少有企业再增资扩股,房地产行业也不例外,越是股市低迷,就越凸显出企业资本结构的重要性,因为在保持可接受的破产风险的前提下,如何高效发挥企业的债务融资能力对于维持企业资本的运行是非常重要的,尤其是对于房地产行业这种资金密集型行业更是如此。

1. 债务融资

(1) 举债能力

房地产行业的举债能力受到诸多因素的影响,有宏观层面的因素,比如当前的经济形势、国家的政策扶持等方面;也有微观层面的因素,这主要是就企业自身而言,如在非财务方面,有企业的声誉、社会地位等因素,在财务方面则主要表现在其偿债能力和盈利能力,这两点也是债权人非常关注的因素。

①偿债能力 万科的短期偿债能力和长期偿债能力均有所降低,这主要是源自于其增加借贷、增发债券,总体而言,还是维持在一个正常水平。但是值得注意的是,从万科近三年的年报来看,其经营活动产生的现金流量净额均为负值,虽然万科一直注重“现金为王”的思想,但是其

现金都是来自于外部筹资,而不是产生于经营活动产生的现金流量或投资活动产生的现金流量,这对于其长期融资能力无疑是一个巨大的挑战,尤其是对于债务融资来讲更是一个较大的风险点。

②盈利能力分析 盈利能力关系投资者的回报,是债权人收回债权的根本保障,是企业至关重要的能力,因此也是债权人最为关心的,从而在很大程度上决定了企业的举债能力。

万科的获利能力有明显下降,但这主要是由于大量计提减值损失导致,尤其是对土地计提的存货跌价准备,这也反映出当前“土地高于房价”的不正常现象,万科虽然对未来有所预警,但是也没有采用过于极端的停止买地的策略,而是仍然购置了部分土地以作为储备,也直接反映出其审慎的经营策略。

(2) 举债经营效应分析

主要从财务杠杆作用来分析企业的举债经营效应。财务杠杆作用的大小通常用财务杠杆系数表示。财务杠杆系数是由企业的资本结构决定的,即支付固定性资金成本的债券资金越多,财务杠杆系数越大;同时财务杠杆系数又反映着财务风险,即财务杠杆系数越大,财务风险越大。因此财务杠杆效应的作用效果并不总是有利的。如果公司的利润增长,财务杠杆效应的作用结果是使普通股的股息增长率超过利润增长率;反之,若公司经营利润下降,普通股股息的下降率也将超过利润下降率,股东们将蒙受财务杠杆效应带来的额外损失。在资本结构决策时,应充分考虑财务杠杆的作用。当企业息税前利润水平较高时,则要多利用负债融资,以提高普通股每股利润;而当企业息税前利润水平较低时,则应控制负债融资,以免普通股每股利润下降。

财务杠杆系数的计算公式为: $DFL = EBIT / [EBIT - I - D / (1 - T)]$, 经计算,2006年、2007年和2008年万科的财务杠杆系数分别为:1.108、1.049和1.026,可以看出,万科的DFL保持增长趋势,势必也会带来财务风险的提高。

2. 权益融资

权益融资,是指融资者以出让一部分利润为条件而向出资者融资的行为。这种方式融人的资本是企业的永久资本,其使用方向不受限制,出资者与融资者共担风险,共享利润,但融资程序比较复杂,融资成本较高。这种融资方式能使企业进行大量直接融资,使企业获得永久资本,提高企业自有资本率,降低负债率,将经营风险分散给投资者或投机者共同承担。进入2000年后,随着房地产市场的逐渐走好,房地产企业上市逐步解禁。从我国目前的法律政策上看,对房地产企业上市要求与其他类企业不存在任何差异。而2008年的股市低迷,使得绝大多数企业停止增发新股,以万科来看,自从万科2007年8月公开增发A股募集资金净额99.366亿元以来,一直未再公开增发A股。而最近的一次非公开募股也是在2006年12月,共募集资金净额近42亿元。可见,万科的权益融资情况相对稳定,这也与宏观经济形势有密切关系。

万科总裁郁亮预测,2009年行业资金整体紧张的局面不会改变,市场调整在带来挑战的同时,也为企业以相对

较优的价格获取未来发展所需的资源创造了有利的条件。公司于09年将进一步拓展融资渠道,并在条件许可的情况下考虑进行一次股权融资。不过他同时也强调,在此问题上公司将高度谨慎,只有在获得广大股东认同的前提下,股权融资才能提上议事日程;此外公司在融资的时机、规模、方式上也会尽一切努力,避免融资本身可能对证券市场造成重大不利影响,同时确保融资将为股东带来盈利增长。

三、总结

房地产企业在考虑运用各种融资方式筹措资金时,应首先设计出筹措到所需资金的各种不同方案,进而对这些方案进行计算和分析,从中选出最佳方案,然后考虑所选方案,改进该方案的资本结构,使之达到最优。这个过程就是资本结构的优化与筹资决策。

在这个过程中,房地产企业主要考虑两个方面,一是融资方案的收益率,通常用各种筹资方案的综合筹资成本率(即加权资本成本率)与相应方案的投资收益率进行比较。如果投资收益率大于加权资本成本率,则表明此融资方案是有利的,融资效益好;反之,融资效益差。二是考虑融资方案的财务杠杆效益与财务风险,优化的筹资方案应该是财务杠杆收益与财务风险之间的一种最佳的均衡。

然而,房地产企业进行项目融资的时候,各种渠道融资资金的增加是不可能按比例,也不可能完全按照原有资本结构各种资金所占的比例进行同比例融资。企业的资本结构随着项目的融资、追加融资而改变。企业的融资成本因时因地而不同,所以在不同的融资环境下,企业的融资决策也应适时的改变。在实际操作中,房地产开发企业从多种融资方案中选择的方案,不仅选择最佳的融资结构,还应能优化企业的资本结构,这才是最好的融资决策。同时随着融资影响因素发生变化,使得企业融资结构发生变化,从而相应改变企业资本结构导致企业资本结构在动态的改变中。通过融资决策优化企业资本结构,融资决策也是达到资本结构优化的手段。因此房地产企业资本结构通过每次的融资决策动态优化。

中国虽然在此次经济危机中的影响有限,但是由于当今全球经济一体化的特征使得中国也难以独善其身。本轮金融危机对于中国的楼市的冲击是必然的,而且将影响到以房地产投资的整个产业链,但问题的最终原因不能归结于外部环境,而是我国房地产行业在经历过最近几年的快速发展之后确实存在的一些需要调整的问题。因此,经历过本轮金融海啸的冲击以及国内对房地产行业改革的呼声之后,中国的房地产企业应更加注重资金管理,保证合理的资本结构和畅通的融资渠道。

参考文献:

- [1]赵冬青,朱武祥.宏观调控与房地产上市公司资本结构调整.金融研究.2008(10).
- [2]项君.也谈经济危机与中国房地产发展.城市开发.2008(11).
- [3]陈希琴.基于财务风险防范的多元化融资策略.会计之友.2009(2).
- [4]万科历年财务报告.